Мартынова, Виктория Сергеевна. Заемный капитал как фактор формирования стоимости компании : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Мартынова Виктория Сергеевна; [Место защиты: Финансовый ун-т при Правительстве РФ].- Москва, 2013.- 148 с.: ил. РГБ ОД, 61 14-8/24

**Содержание к диссертации**

Введение

**ГЛАВА 1. Теоретические основы формирования заемного капитала компании 11**

1.1 Определение экономической категории «заемный капитал», формы привлечения заемного капитала, определение и свойства понятия «квазизаемный капитал» 11

1.2 Анализ теорий структуры капитала 28

**ГЛАВА 2. Анализ методик, позволяющих учесть взаимосвязь структуры и свойств заемного капитала и стоимости компании 51**

2.1 Методики учета доли заемного капитала и затрат на его привлечение при оценке стоимости компании 51

2.2 Особенности определения стоимости элементов заемного и квазизаемного капитала 76

**ГЛАВА 3. Учет влияния структуры капитала на стоимость компании на примере российских компаний 83**

3.1 Учет влияния доли заемного капитала при оценке стоимости компании отрасли строительства 83

3.2 Предложения по оценке рыночной стоимости смежных форм заемного финансирования (квазизаемного капитала) 91

Заключение 99

Библиографический список

* [Определение экономической категории «заемный капитал», формы привлечения заемного капитала, определение и свойства понятия «квазизаемный капитал»](http://www.dslib.net/finansy/zaemnyj-kapital-kak-faktor-formirovanija-stoimosti-kompanii.html#5357991)
* [Анализ теорий структуры капитала](http://www.dslib.net/finansy/zaemnyj-kapital-kak-faktor-formirovanija-stoimosti-kompanii.html#5357992)
* [Особенности определения стоимости элементов заемного и квазизаемного капитала](http://www.dslib.net/finansy/zaemnyj-kapital-kak-faktor-formirovanija-stoimosti-kompanii.html#5357993)
* [Предложения по оценке рыночной стоимости смежных форм заемного финансирования (квазизаемного капитала)](http://www.dslib.net/finansy/zaemnyj-kapital-kak-faktor-formirovanija-stoimosti-kompanii.html#5357994)

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования** определяется тенденцией растущих требований к заемщикам и, как следствие, растущими затратами компаний на привлечение заемного финансирования в современных условиях и, следовательно, большим влиянием этого фактора на рыночную стоимость бизнеса. В первую очередь влиянию вышеуказанных изменений подвержены компании, требующие существенных капиталовложений и относящиеся к капиталоемким отраслям экономики2.

В частности, данная тенденция подтверждается динамикой изменений средневзвешенной процентной ставки по долгосрочным кредитам, предоставленным нефинансовым организациям коммерческими банками РФ с июня 2009 по май 2013 в соответствии с данными статистики Банка России. Данная статистика показывает, что за рассмотренный период ставки в среднем росли.

Рассмотрение понятия «квазизаемный капитал», т.е. такой формы привлечения заемных средств, которая характеризуется неполным соответствием условиям возвратности, срочности и платности, а также предоставления в денежной форме в полном объеме (данная форма заемных средств также не соответствуют требованиям к долевому участию в собственном капитале), его свойств и влияния на стоимость компании в рамках настоящего исследования актуально, так как распространенная холдинговая структура организации юридических лиц, имеющих отношение к одному и тому же денежному потоку либо бенефициару, приводит к осуществлению финансирования в формах,

1 Debt Market Quarterly Update (Ql, 2012), KPMG

В состав наиболее капиталоемких отраслей по данным сборника Morningstar (сборник статистических данных о компанияхв разрезе отраслей, в частности о размере, коэффициенте бета, финансовых показателях, издаваемый в США) от марта 2011 года (в качестве базового показателя для отрасли выступала величина капитализации медианной компании) входят: Нефтепереработка, Строительство, Производство вычислительной техники, Автомобилестроение, Авиастроение (гражданское), Железнодорожные перевозки, Телевидение, Электроэнергетика, Строительные материалы, Сети оптовой продажи, Фармацевтика, Медицинские услуги, Информационные агентства. Сборник Morningstar был выбран в связи с покрытием наибольшего количества отраслей по сравнению с другими источниками (аналитические материалы компаний BDO, Deloitte).

наиболее удобных для менеджмента холдинга, но не всегда обладающих всеми свойствами долговых обязательств.

Для целей более точного определения потенциального влияния структуры и стоимости заемного капитала на стоимость компании представляется целесообразной разработка методической основы оценки стоимости компании с учетом элементов заемного капитала.

Немаловажным фактором, определяющим актуальность исследования, является отсутствие адаптированных к российским условиям методов прогнозирования затрат на привлечение квазизаемного капитала для целей оценки и определения стоимости бизнеса в зависимости от его свойств.

Нерешенность вышеперечисленных проблем определила тему диссертационного исследования.

**Степень научной разработанности темы.** Зарубежные ученые Брейли Р., Коупленд Т., Бригхем Ю., Дамодаран А., Дейвз П., Миллер М., Модильяни Ф., Эрхардт М., Фама Ю., Френч К., отечественные специалисты Федотова М.А., Валдайцев СВ., Якупова Н.М., Ивашковская И.В., Тазихина Т.В., Косорукова И.В. и др. исследовали общие аспекты оценки стоимости бизнеса.

Оценка стоимости непосредственно элементов заемного капитала (долговых инструментов) рассматривалась в составе работ Грэма Б., Додда Д., Коттла С, Мюррея Р., Блока Ф., Шарпа У., Блэка Ф., Мертона Р., Лонгстаффа Ф., а также Фельдмана А.Б., Рудыка В.Г., практических статьях Павловца В.В.

Розенберг Б., Рейд К, Котари С, Шанкен Д., Слоун Р., Феррис К., Пети Б., Хейс Г. занимались исследованиями вопроса влияния структуры капитала на стоимость компании с учетом фактора вероятности банкротства и растущей величины затрат на заемный капитал.

В рамках исследования научной разработанности темы диссертации был проведен анализ методик международных рейтинговых агентств (Standard and Poor's, Moody's и Fitch) по определению уровня платежеспособности компаний.

Необходимо также отметить, что российские источники, подробно рассматривающие особенности квазизаемного капитала, отсутствуют, таким

образом, требуется уточнение данного понятия и анализ его влияния на стоимость компании.

Проведенный анализ литературы показал отсутствие применимых на практике теоретических концепций, которые позволили бы построить модели, отражающие влияние риска банкротства и различных аспектов политики финансирования компании, на стоимость организации.

**Цель** диссертационного исследования - решение научной задачи анализа формирования стоимости компании в зависимости от характеристик заемного капитала и, на этой основе, разработка алгоритмов управления затратами на привлечение заемного капитала для увеличения стоимости бизнеса

Для достижения указанной цели был поставлен и решен комплекс взаимосвязанных теоретических и практических **задач,** основными из которых явились:

уточнить определение экономической категории «заемный капитал» , выявить особенности понятия «квазизаемный капитал»;

проанализировать на базе статистических данных зависимость рыночной стоимости компании от изменений структуры и свойств заемного капитала;

проанализировать возможности совершенствования существующих алгоритмов прогнозирования затрат на привлечение заемного капитала в зависимости от структуры капитала и других особенностей компании;

адаптировать методики международных рейтинговых агентств применительно к условиям российской практики;

разработать методику оценки элементов квазизаемного капитала и их влияния на стоимость бизнеса компаний.

**Объект исследования** - компании капиталоемких отраслей с существенными долями внеоборотных активов и долгосрочных обязательств в

Термин «заемный капитал» отвечает определению специфических экономических категорий согласно материалу Большой советской энциклопедии, так как является теоретическим (абстрактным) выражением реально существующих производственных отношений и относится только к определенному способу производства (так же, как капитал, прибавочная стоимость, основные фонды)

Статистические данные, публикуемые Economist Intelligence Unit

структуре баланса, в частности, компании строительной отрасли , отличающиеся потребностью в долгосрочном финансировании.

**Предмет** исследования - особенности формирования и оценки стоимости компании в зависимости от изменений структуры и состава заемного капитала.

**Методология исследования** базируется на использовании общенаучных инструментов исследования, позволяющих решить поставленные задачи: системный подход, а также теоретико-методологические положения к формированию системы. Методология исследования основана на применении синтеза теоретического и практического материалов, индуктивного и дедуктивного метода.

**Теоретической основой исследования** выступили работы отечественных и зарубежных экономистов по исследуемой проблеме, работы по микроэкономике, нормативно-правовые акты. Для решения поставленных в работе задач использованы такие общенаучные методы, как анализ, синтез, измерение, сравнение, статистическая обработки информации, экспертные оценки.

**Информационную базу исследования** составили законодательные и нормативные акты, статистические материалы, финансовая отчетность компаний и обзоры аналитических агентств, размещенные на Интернет-сайтах, база данных Bloomberg и Capital IQ.

**Научная новизна** исследования состоит в определении степени влияния изменений структуры и свойств заемного капитала на рыночную стоимость компании и разработке на этой основе методики определения стоимости. Новыми являются следующие положения, выносимые на защиту:

1. Уточнено и расширено содержание категории заемного капитала путем выделения категории «квазизаемный капитал»; выделены особенности данной формы привлечения финансирования: неполное соответствие одному из требований, предъявляемым к элементам заемного капитала (возвратности,

Отрасль определена в соответствии с классификацией сборника Morningstar от марта 2011 года, В состав строительной отрасли входят компании, занимающиеся генеральным подрядом и оперативным управлением в строительстве

срочности или платности) при отсутствии прав на управление деятельностью компании.

1. На основе проведенного статистического анализа взаимосвязи изменений темпов прироста величины долгосрочного заемного капитала и собственного капитала компаний ряда стран Европы и Северной Америки (всего 17 стран) была определена направленность влияния доли заемного капитала на рыночную стоимость бизнеса. Наличие отрицательной корреляции, т.е. обратно пропорциональной зависимости, было установлено только в 2 случаях. Таким образом, можно сделать вывод о наличии существенной положительной зависимости между величиной долгосрочного заемного капитала и собственного капитала компаний. Результаты данного исследования позволили опираться в дальнейших исследованиях на теории, утверждающие рост стоимости компании при росте доли заемного капитала.
2. По результатам проведенного анализа существующих методик определения ставки процента за использование заемных средств предложена методика прогнозирования затрат на привлечение заемного капитала в зависимости от структуры капитала. Сформирован алгоритм взвепшвания влияния основных групп параметров, используемых рейтинговыми агентствами, в соответствии с особенностями отрасли и спецификой условий экономики РФ.
3. Разработана поправка к стоимости элементов заемного капитала, учитывающая неопределенность предполагаемых денежных потоков от элементов квазизаемного капитала, для целей оценки бизнеса.

**Теоретическая значимость** результатов исследования заключается в развитии представлений о структуре и свойствах заемного капитала, а также в расширении и уточнении понятийного аппарата.

**Практическая значимость** работы заключается в том, что полученная в результате исследования методика оценки и прогнозирования затрат на привлечение заемного капитала ориентирована на предприятия капиталоемких отраслей экономики для целей формирования источников финансирования, а также на организации, занимающиеся оценочной деятельностью, для более точного определения рыночной стоимости бизнеса Материалы

диссертационного исследования могут быть использованы в преподавании учебной дисциплины «Оценка предприятия (бизнеса)» и при проведении специализированных учебных курсов, раскрывающих особенности формирования долгосрочного капитала компаний.

В частности, практическое значение имеют следующие результаты исследования:

1. Адаптированные традиционные методы определения стоимости бизнеса, могут быть использованы при создании стандартов, методических рекомендаций по определению стоимости элементов заемного капитала, а также при оценке бизнеса в целом саморегулируемыми оценочными организациями.
2. Инструментарий и его научно-теоретическое обоснование применительно к элементам квазизаемного капитала позволяют систематизировать используемые методы, что будет способствовать как проведению оценки, так и экспертизе отчетов об оценке бизнеса.
3. Методика, учитывающая вероятностный характер денежных потоков, генерируемых элементами квазизаемного капитала, может быть применена руководством компаний нефинансового сектора для целей прогнозирования финансового состояния, а также принятия управленческих решений.

**Апробация работы.** Основные результаты исследования докладывались и обсуждались на круглом столе «Перспективы развития оценочной деятельности» (Москва, Финансовый университет, 2011 г.), а также на международной научно-практической (он-лайн) конференции «Ценообразование на рынке недвижимости» (Республика Беларусь, Минск, ГИУСТ Белорусский государственный университет, 2011 г.).

Диссертационная работа выполнена в соответствии с научно-исследовательскими работами Финансового университета в рамках комплексной темы 2013 г. «Инновационное развитие России: социально-экономическая стратегия и финансовая политика» по межкафедральной подтеме «Повышение эффективности инновационного развития России в условиях модернизации экономики».

Предлагаемые практические рекомендации по определению стоимости компании нашли применение в деятельности ООО «НЭО Центр». В частности, по материалам исследования внедрена модель расчета рыночной стоимости элементов квазизаемного капитала как части заемного капитала. Используется описанная в исследовании методика определения затрат на привлечение заемного капитала в зависимости от состояния оцениваемой компании и ее положения на рынке. Внедрение основных положений диссертации позволяют полноценно рассчитать стоимость компании методом чистых активов и итоговую рыночную стоимость бизнеса.

Результаты исследования были применены в деятельности ЗАО «КПМГ». Выводы исследования позволяют корректно определить ставку дисконтирования WACC для применения к денежным потокам от операционной и инвестиционной деятельности при существенных колебаниях структуры капитала.

Внедрение результатов исследования подтверждено соответствующими документами.

**Публикации.** Результаты исследования отражены в 5 публикациях общим объемом 2,0 (весь объем авторский), в том числе в трех статьях авторским объемом 1,4 п.л. в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России и в главе монографии.

**Структура и объем** работы обусловлены целью, задачами и логикой проведенного исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы из 105 источников и 5 приложений. Основной текст диссертации изложен на ПО страницах, содержит 19 таблиц и 13 рисунков.

## Определение экономической категории «заемный капитал», формы привлечения заемного капитала, определение и свойства понятия «квазизаемный капитал»

Исходя из данных таблицы, приведенной выше, можно сделать вывод об отсутствии выраженной зависимости доли долгосрочного долга, итогами операционной деятельности в кризисный период и стоимостью бизнеса. В частности, такая ситуация объясняется наличием практики пролонгации краткосрочных займов по истечении года - такие займы отражаются в бухгалтерском учете как краткосрочный долг.

Таким образом, для предприятий строительной отрасли в структуре капитала свойственна сложная зависимость стоимости компании в целом от потоков, генерируемых в результате финансовой деятельности. Квазизаемные формы капитала Понятие «квазизаемного капитала», либо «квазиобязательств», либо «квазидолга» не определено в рамках Гражданского кодекса РФ, как и в рамках каких-либо других нормативно-правовых актов. Таким образом, правовой аннализ термина не проводился и данное понятие используется автором как экономическая категория.

Зарубежные авторы, при отсутствии описания категории «квазизаемного капитала», определяют «квазисобственный капитал» как инвестиции, обладающие свойствами собственного капитала, однако не дающие прав на управление компанией (например андеррайтинг, роялти, гранты), понятие также включает в себя необеспеченные займы от аффилированных компаний.

В статье американских авторов X. Беркмана и М. Бредбери квазисобственный капитал определен как совокупность привилегированных акций и конвертируемых в обыкновенные акции облигаций.

Для целей настоящего исследования Автор выделяет привлеченные заемные средства, не отвечающие условиям возвратности, срочности и платности, а также предоставлении в денежной форме, в полном объеме, в частности: не предполагающие оплаты их использования (такие, как займы, предоставленные аффилированными организациями); обязательства, возвращаемые в виде отличном от денежной формы. Необходимо отметить, что эти формы также не соответствуют требованиям к долевому участию в собственном капитале. По данным Федеральной службы государственной статистики и Банка России, на конец 2011 года задолженность организаций по полученным кредитам банков и предоставленным займам составила 23 064 млрд. руб., в то время как объем кредитов, выданных кредитно-финансовыми институтами на аналогичную дату, зафиксирован на уровне 16 90215 млрд. руб., задолженность по облигациям в обращении составила 4 650 млрд. руб., задолженность по лизинговым платежам не превышает 300 млрд. руб. Таким образом, оставшиеся 2 500 млрд. руб. составляет задолженность по займам, предоставленным одними нефинансовыми Financing Civil Society A practioner s view of the UK Social Investment Market, Venturesome 2008 14 H Berkman, M Bradbury Empirical evidence on the corporate use of denvatives Financial Management, Vol 25, No 2 (Summer, 1996), pp 15 Источник Бюллетень банковской статистики №3(226), стр 191 организациями другим, в составе которой содержится, в том числе, задолженность по займам, предоставленным акционерами, аффилированными компаниями, а также по выданным векселям.

Отображение в рамках финансовой отчетности В рамках российского бухгалтерского учета16 заемный капитал отражается в пассивной части формы №1 финансовой отчетности (баланса предприятия) и условно подразделяется на долгосрочный и краткосрочный.

Долгосрочные формы привлечения капитала отражаются в составе разделов III и IV — собственного и заемного соответственно, для целей настоящего исследования интерес представляют характеристики заемных средств организации, сумма которых отражается в подпункте «Заемные средства» раздела IV.

Отчетность, составленная в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности, также содержит в себе раздел долгосрочных обязательств (non-current liabilities). В рамках раздела выделяются подпункты долгосрочных займов и кредитов (long term borrowings), отражающие привлеченный заемный капитал.

Правила ведения бухгалтерского учета на территории РФ регламентируются Федеральным законом "О бухгалтерском учете" от 2111 1996№129-ФЗ, а также подзаконными актами, в частности Положениями (Стандартами) по ведению бухгалтерского учета №№1-24 Вместе с тем необходимо отметить, что на практике целый ряд источников, учитываемых в рамках статей краткосрочных обязательств, может также быть отнесен к капиталообразующим: 1) в рамках МСФО истекающая в течение года задолженность по кредитам и займам, предоставленным изначально на более длительный срок под цели развития, относится к разделу краткосрочных обязательств - в составе подраздела текущая часть долгосрочных займов и кредитов (current portion of longerm borrowings), но в то же время по смыслу относится к долгосрочному заемному капиталу; 2) в практике кредитования в РФ многие кредиты выдаются сроком на 1 год и в дальнейшем пролонгируются (в зарубежной практике они называются револьверные кредиты ); 3) прочие случаи, когда в составе статьи краткосрочных кредитов и займов оказываются средства, пригодные к использованию в качестве долгосрочного капитала.

Для целей настоящей работы в качестве заемного капитала будут рассматриваться средства, соответствующие данному назначению с точки зрения экономики компаний.

Структура капитала может включать два и более компонента, каждый из которых привлечен на определенных условиях (при осуществлении определенных затрат). Стоимость капитала как затраты на капитал (cost of capital) - это ожидаемая ставка дохода, которую требует рынок в обмен на привлечение ресурсов в данную инвестицию. С экономической точки зрения, это альтернативная стоимость (стоимость отказа от следующей лучшей альтернативной инвестиции в пользу выбранной). Капитал (ресурсы) обычно предоставляется в форме денег, но иногда может предоставляться и в форме Невольверный кредит (от англ. revolve - возвращаться, периодически сменять) - возобновляемый кредит, который предоставляется в пределах установленного лимита задолженности и сроков погашения в любое время, автоматически, без дополнительных переговоров между сторонами кредитного соглашения. других активов. Затраты на капитал, в данном контексте, будут выражаться в процентах, т.е. как сумма денег, которую требует инвестор или которую он ожидает получить, выраженная как годовой процент от инвестированной денежной суммы. Затраты, связанные с привлечением капитала в бизнес, соответствуют ожидаемой доходности от вложения денежных средств.

Наличие заемного капитала среди источников финансирования снижает стоимость собственного капитала при неизменной стоимости совокупных активов (в частности метод определения чистых активов компании предполагает вычитание из суммарных активов предприятия его обязательств, т.е. заемных средств ).

Вместе с тем при привлечении заемного капитала для финансирования развития компаний - наращивания активов и прибылей - оказываемый эффект на стоимость будет выше, чем размер привлеченных средств. Или, иными словами, отдача от вложений (рентабельность) должна быть выше, чем затраты на привлечение займов (процент). Такой эффект описывается в рамках определения понятия эффекта финансового рычага.

## Анализ теорий структуры капитала

В рамках затратного подхода производится переоценка всех активов и обязательств компании с целью получения рыночной стоимости собственного капитала как разности активов и пассивов. Таким образом, на величину собственного капитала (стоимости бизнеса) влияет рыночная стоимость элементов заемного капитала на балансе компании.

В рамках сравнительного подхода заемные средства выступают в качестве базы для расчета мультипликаторов, для чего также требуется расчет рыночной стоимости всех отраженных на балансе элементов.

В рамках доходного подхода влияние заемного капитала на стоимость может учитываться как в составе денежных потоков, так и в составе применяемых ставок дисконтирования. Необходимо отметить, что свойства заемного капитала влияют, в том числе, на ставки собственного капитала.

Для целей настоящей работы из состава методов доходного подхода влияние структуры капитала на стоимость компании подробно рассматривается на примере расчетов методом дисконтированного денежного потока, как наиболее детально отражающего чувствительность стоимости к изменениям рассматриваемого параметра.

В рамках этого метода проводится дисконтирование будущих денежных потоков от прогнозируемой деятельности компании (включая терминальную стоимость компании — стоимость в постпрогнозный период), приводя их к текущей стоимости. Результат представляет оцененную стоимость собственно самой компании.

Среди потоков от деятельности компании рассчитывают: FCF (free cash flow) - поток денежных средств, доступных после уплаты операционных расходов и осуществления инвестиций во внеоборотные активы, и направляемых на удовлетворение интересов и кредиторов, и акционеров. Поток рассчитывается как сумма чистой прибыли от операционной деятельности и амортизации за вычетом роста собственного оборотного капитала и капитальных инвестиций. Изменения структуры капитала (рост или снижение долгосрочной задолженности) непосредственно в рамках расчета потоков не учитывается.

Модель денежного потока FCF (а также CCF - Capital Cash Flow) -рассчитывает действительные налоги, фактически уплачиваемые компанией (с учетом налогового щита), подразумевает расчет потока наличных денежных средств, доступных акционерам и кредиторам компании. Модели отражают денежные средства, которые были направлены в основную деятельность компании. При построении денежных потоков не учитывается разделение источников капитала на собственные и заемные, так как не различается, за счет каких источников был получен генерируемый компанией доход. В данных моделях рассчитывается денежный поток как сумма денежных средств, которую можно изъять из бизнеса (распределить между поставщиками капитала) без ущерба для будущей деятельности компании, так как при его расчете уже учтены все потребности бизнеса.

Таким образом, особенности структуры капитала на этапе построения денежных потоков не учитываются в модели FCF, а в модели CCF находят отражение в расчете действительных размеров налоговых выплат (налогооблагаемой базой является величина прибыли до уплаты процентов и налогов, уменьшенная именно на величину процентных платежей по имеющимся в структуре капитала компании долгосрочным кредитам и займам).

При расчетах стоимости компании с помощью вышеуказанных моделей в качестве ставки дисконтирования применяется ставка, учитывающая различия в стоимости привлечения финансирования из различных источников. В частности наиболее распространенной ставкой является WACC (Weighted Average Cost of Capital).

Необходимо отметить, стоимость заемного капитала непосредственно влияет на величину ставки дисконтирования в составе левой части формулы WACC. Ставки по привлечению заемных средств принимаются на фактическом или нормализованном уровне.

Ставки доходности собственного капитала, в свою очередь, рассчитываются при помощи различных методов, в частности, метода кумулятивного построения и модели САРМ.

При этом учет наличия заемных средств у компании происходит с помощью следующих инструментов: собственно доля и размер оплаты заемного капитала в рамках коэффициента Wd и ставки Rd; изменение требований к доходности собственного капитала в части поправка коэффициента бета (модель САРМ) на соотношение заемных и собственных средств, учитывающая рост риска для акционеров, возникающего при наличии долговых обязательств в компании, так как они погашаются в первую очередь; изменение значения риска финансовой устойчивости в составе рисков, относящихся к собственному капиталу при расчете методом кумулятивного построения; налоговые льготы по долговому финансированию; вычитание рыночной стоимости долговых обязательств из стоимости компании при расчете стоимости акционерного капитала. Предполагается, что компания будет поддерживать постоянное соотношение собственного и заемного капитала. Данное предположение о постоянстве структуры капитала является ограничением для использования описываемой модели, ведь предпосылка о постоянстве структуры капитала в действительности не всегда оправдывается. Далее в рамках настоящей работы будет рассмотрено влияние изменений структуры капитала на стоимость.

В целом коэффициент бета учитывается в модели САРМ для определения величины систематического риска, оказывающего влияние на рассматриваемую компанию. Однако расчет коэффициента бета предполагает различный учет риска для компании с долговой нагрузкой и для компаний, не обремененных долгосрочными обязательствами. Коэффициенты без учета риска финансирования могут быть определены в среднем для отрасли3 , корректировка на структуру капитала происходит в дальнейшем индивидуально.

На следующем этапе рассчитывается коэффициент бета с учетом соотношения долга и собственного капитала оцениваемой компании (Relevered beta).

Исходя из соображений математической логики, можно сделать вывод о том, что риски, присущие вложениям в собственный капитал необремененных компаний всегда ниже, чем риски вложений в компании, имеющие в структуре финансирования заемные источники.

## Особенности определения стоимости элементов заемного и квазизаемного капитала

Однако при утверждении итоговой стоимости объекта оценки необходимо принять во внимание следующие особенности прогнозного баланса и денежных потоков: в 2015 году доля собственного капитала упадет ниже 50%, что является ненормальным для отрасли показателем и говорит о рисках, связанных с зависимостью от привлеченных кредитов; коэффициент покрытия процентных платежей падает до нижней допустимой границы финансовой устойчивости; эффективность привлечения заемного капитала не находит отражения в доходной части денежных потоков (это означает, что кредит привлекался не на расширение портфеля проектов).

Необходимо отметить, что показатели ликвидности и финансовой устойчивости являются значимыми при определении кредитоспособности компании, так как привлечение средств на рынке (кредиты, ценные бумаги с фиксированным доходом, производные финансовые инструменты) может основываться не на долгосрочных взаимоотношениях, а на субъективном представлении о платежеспособности. Негативные новости или иная информация могут привести к проблемам в фондировании.

В рамках главы №2 настоящей работы было приведено общее описание основных методик, предназначенных для учета рисков, связанных с заемщиком:

1) методика, применяемая в кредитных учреждениях для экспресс-анализа платежеспособности;

2) методика, применяемая рейтинговыми агентствами для определения рейтинга кредитоспособности на примере методики Moody s.

Применительно к строительным компаниям методика Moody s адаптирована самим агентством. Ключевыми параметрами определения рейтинга для строительных компаний являются:

Сравнительный анализ методик банков и кредитных агентств При расчете платежеспособности или применении более сложной методики анализа рисков, используемой рейтинговыми агентствами, позиции компании - объекта оценки могли бы значительно ухудшиться. Вместе с тем доля компании на рынке или качество ее корпоративного управления не изменились. Разумный кредитор не стал бы использовать ту же ставку, по которой были предоставлены кредиты и займы, имевшиеся на балансе компании на дату оценки. С большой вероятностью ставка была бы пересмотрена в сторону повышения, размер которого составил бы приблизительно тот спред, который принимается при переходе на более низкий кредитный рейтинг (на 1 ступень). Расчет WACC при более высокой ставке привлечения заемного капитала (по вновь полученным в прогнозном периоде средствам) представлен в таблице ниже.

При рассматриваемых условиях приведенная стоимость компании составит 132 млрд. руб. Таким образом, при изменении ставки в соответствии с методикой корректирования стоимости привлечения заемного капитала, стоимость компании снизилась на 7%.

Пример 1. К обязательствам, фактически возвращаемым в виде, отличном от денежной формы, как правило, относятся векселя, выданные вместе с обязательствами по передаче активов компании через промежуток времени, совпадающий с датой истечения срока по векселю. Компании используют данную схему для того, чтобы быстро получить доход от продажи активов, если актив юридически не может быть продан быстро (недостроен, находится в залоге и т.д.). Схема предполагает заключение предварительного договора на продажу актива и параллельный выкуп векселя компании-продавца на сумму будущей сделки. Даты предполагаемой юридической продажи и истечения срока по векселю должны совпадать, и тогда стороны меняются активами и проводят зачет встречных требований.

Такого рода векселя являются, как правило, недорогим (если не бесплатным) источником заемных средств и, следовательно, снижают стоимость расходов на обслуживание долга в среднем.

В данном случае представляется целесообразным учесть обязательств в виде векселей и конкретного актива и обнулить их в составе баланса (и в составе доходов). Для примера рассмотрим случай наличия векселей на балансе компании.

Исходный баланс 2011 2012 2013 Активы 500 550 600 в т.ч. Основные средства/Незавершенное строительство 400 450 500 8% Задолженность 300 300 300 в т.ч. Вексели под предоставление активов 200 200 200 Собственный капитал 200 250 300 стоимость привлечения заемного капитала (кроме векселей) 10% процентная ставка по векселям 3% средняя стоимость заемного капитала 5% 5% 5% стоимость собственного капитала 18% доля ОС, передающаяся по предварительному договору 50% налог на прибыль 20% расчет рентабельности (Пр/Выр) 20% во время продажи актива задолженность погашается в полном объеме темп прироста стоимости объекта в год

В приложении приведен расчет стоимости компании при учете векселей как части заемного капитала (первый вариант) и при исключении векселей из состава пассивов и передаваемую часть основных средств из состава активов (второй вариант). При применении первого варианта стоимость была завышена на 11%. Таблица 12 Расчет для Варианта 1 WACC без исключения векселей 10% 11% 11% Факторы дисконтирования 0,9111 0,8244 0,7418 Стоимость СК 130,27 Источник: расчеты автора

Скорректированный баланс 2011 2012 2013 Активы 300 325 350 в т.ч. Основные средства/Незавершенное строительство 200 225 250 Задолженность 100 100 100 в т.ч. Вексели под предоставление активов 0 0 0 Собственный капитал 200 225 250 стоимость привлечения заемного капитала (кроме векселей) 10% процентная ставка по векселям 3% средняя стоимость заемного капитала 10% 10% 10% стоимость собственного капитала 18% доля ОС, передающаяся по предварительному договору 50% налог на прибыль 20% WACC без исключения векселей 15% 15% 15% Факторы дисконтирования 0,8721 0,7588 0,6591 Стоимость СК 117,49 Источник: расчеты автора

Влияние на стоимость компании обусловлено соотношением роста стоимости актива и стоимостью векселя, т.е. в случае падения стоимости актива векселедержатель может попытаться вернуть деньги по векселю, выплатив неустойки, предусмотренные предварительным договором купли-продажи актива. Таким образом, в периоды экономической нестабильности нужно учесть опционный характер потоков от такой сделки.

Пример 2. Другим примером является заемное долгосрочное финансирование деятельности компании за счет средств собственника или аффилированных лиц. Такие долги часто не обладают полным составом признаков заемного капитала (например договор может содержать условие автоматической пролонгации срока или ставка процента может быть равной нулю). Некоторые исследователи также относят к такой категории необеспеченные займы.

## Предложения по оценке рыночной стоимости смежных форм заемного финансирования (квазизаемного капитала)

Проведенное исследование показало наличие и направленность зависимости рыночной стоимости компаний от доли заемного капитала на уровне странового анализа. Оказываемое влияние было определено точнее на примере организаций, относящихся к капиталоемким отраслям в Российской Федерации в рамках существующих методик расчета этого вида стоимости. По итогам анализ современных методик определения степени и направленности этого влияния в рамках трех подходов к оценке автором были вынесены предложения по их дополнению и уточнению базируясь на рекомендациях кредитно-финансовых институтов и рейтинговых агентств по определению качества заемщика, от которого зависит стоимость заемного капитала.

Была предложена модификация методик для более точного подсчета рыночной стоимости элементов заемного капитала, затрат на привлечение заемного капитала и влияния вышеуказанных показателей на стоимость бизнеса.

В рамках настоящего исследования даны характеристики современного долгового рынка РФ, выделены формы привлечения заемного капитала, занимающие наиболее существенную долю в общем объеме долгового финансирования. Проведен анализ зарубежных работ, посвященных формам заимствований, не соответствующим принципам возвратности, срочности и платности в полном объеме. По результатам этого анализа введено понятие квазизаемного капитала, определены его основные свойства и характеристики, разработана и апробирована методика расчета стоимости привлечения квазизаемного капитала.

В работе рассчитана величина возможного завышения стоимости компании в случае использования фактической стоимости капитала, без учета прогнозных изменений финансового состояния компании, а также искажение стоимости компании при учете стоимости квазизаемного капитала.

Продолжением исследования могли бы стать изучение влияния структуры капитала на вероятность банкротства компаний в разрезе отраслей, а также взаимосвязь событий экономики страны и оптимальной структуры капитала.

Основные методы исследования включают в себя формализации, обобщения, ретроспективного исследования, статистического анализа, сопоставления и моделирования.

Поскольку перечисленные методы относятся к теоретическим или экспериментальным научным методам результатов диссертационной работы можно считать достоверными и обоснованными.

Научная полезность результатов заключается в расширении экономической категории «заемный капитал» путем выделения из него понятия «квазизаемный капитал», что позволяет определить критерии для отнесения источников (статей пассивной части баланса) компании к элементам собственного, заемного или квазизаемного капитала; изучить свойства квазизаемного капитала и влияние его элементов на стоимость компании отталкиваясь от особенностей заемного капитала, автором приводятся необходимые поправки, характерные для элементов квазизаемного капитала, но не характерные для элементов заемного.

Практическая полезность работы заключается в том, что полученные в результате исследования методы оценки и прогнозирования затрат на привлечение заемного капитала могут использовать предприятия капиталоемких отраслей экономики при формировании источников финансирования, а также организации, занимающиеся оценочной деятельностью, для целей более точного рыночной стоимости организации. Основные положения диссертации стали темой публикаций в журналах и сборниках научных трудов. Материалы диссертационного исследования могут быть использованы в преподавании учебной дисциплины «Оценка предприятия (бизнеса)» и при проведении специализированных учебных курсов, раскрывающих особенности формирования долгосрочного капитала ком-паний. В частности практическое значение имеют следующие результаты исследования:

1. Предложенные инструменты, адаптированные традиционные методы определения стоимости бизнеса могут быть использованы при создании стандартов, методических рекомендаций по определению стоимости элементов заемного капитала, а также оценке бизнеса в целом, саморегулируемыми оценочными организациями.

2. Разработанный инструментарий и его научно-теоретическое обоснование применительно к элементам квазизаемного капитала позволяют систематизировать и анализировать используемые методы, что будет способствовать как проведению оценки, так и экспертизе отчетов об оценке бизнеса.

3. Предложенная методология, учитывающая опционные свойств элементов квазизаемного капитала, может быть применена руководством компаний нефинансового сектора для целей прогнозирования финансового состояния, а также принятия управленческих решений.

Основные результаты работы докладывались и обсуждались на конференциях: 1) «Ценообразование на рынке недвижимости», научно-практической конференции, проводимой Белорусским государственным университетом и состоявшейся 26 октября 2011 г. 2) «Перспективы развития оценочной деятельности», круглый стол кафедры «Оценка и управление собственностью» Финансового университета при Правительстве РФ, состоявшегося 2 декабря 2011 г.